

서흥 (008490)

COMPANY REPORT

Company Analysis | Mid-Small Cap | 2025.8.18

2Q25 Review: 영업이익 큰 폭 회복

2Q25 Review

동사의 2Q25 실적은 매출액 1,900억원(+10.0% yoy), 영업이익 201억원(+83.6% yoy, OPM 10.6%), 순이익(지배주주) 239억원(NPM 12.6%)을 기록하였다. 이는 기존 당사의 추정치를 크게 상회하는 수준이다.

매출액 증가 이유는 1)하드캡슐 부문에서 유럽 & 북미 지역에서 경기상황을 반영하여 감소하였던 주문 물량(1Q25 -4.9% yoy, 2Q25 +3.9% yoy)이 회복되었고, 2)건강기능식품 부문에서 2022년 ~ 2023년 국내 대형 고객사 이탈로 급감하였던 생산량이 중국을 중심으로 해외 수출 물량이 빠르게 확대되고 있기 때문으로 파악된다.

영업이익 증가 이유는 1)하드캡슐 사업에서 북미·유럽 물량이 회복되며 베트남 생산공장의 수익성이 큰 폭으로 회복(서흥베트남 NI 2Q24 -47억원 → 2Q25 -11억원, +36억원 개선), 2)중국을 중심으로 건강기능식품 수출액이 큰 폭으로 상승하며 수익성이 개선된 것으로 파악된다.

부문별 실적을 살펴보면, 하드캡슐 578억원(+3.9% yoy), 의약품 154억원(-3.4% yoy), 건강기능식품 796억원(+10.8% yoy), 원료 309억원(+12.5% yoy) 수준으로 건강기능식품 부문에서 큰 폭으로 외형이 회복되는 모습을 보였다.

체크포인트: 서흥베트남, 건강기능식품

동사의 향후 영업이익을 체크하기 위해 2가지 중요한 점이 있다. 첫째, 서흥베트남(하드캡슐 생산) NI 2022년 90억원 → 2023년 3억원 → 2024년 -105억원 규모로 감소하다가 1H24 -83억원 → 1H25 -35억원(1Q25 -24억원 → 2Q25 -11억원)으로 적자 폭이 축소되고 있다. 이에 향후 서흥베트남의 적자폭 축소 or 턴 어라운드가 중요하다. 2)건강기능식품 수출액 확대(=건기식 외형 확대는 대부분 수출로 해석 가능)로 인한 고정비 절감 효과 → 수익성 개선이다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594.6	653.3	707.7	767.5	816.0
영업이익	43.0	33.8	58.4	67.3	74.0
순이익	6.1	18.3	46.8	51.7	56.9
EPS (원)	529	1,580	4,043	4,473	4,919
증감률 (%)	-82.0	198.7	155.9	10.6	10.0
PER (x)	54.3	8.0	5.9	5.3	4.8
PBR (x)	0.8	0.3	0.6	0.5	0.5
영업이익률 (%)	7.2	5.2	8.3	8.8	9.1
EBITDA 마진 (%)	13.4	11.3	14.4	14.9	15.2
ROE (%)	1.4	4.2	9.8	9.9	9.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 서흥, LS증권 리서치센터



Analyst 정홍식
hsjeong@ls-sec.co.kr

Not Rated

목표주가	Not Rated
현재주가	23,800 원
상승여력	-

컨센서스 대비

	상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (8/14)	3,225.66 pt
시가총액	2,753 억원
발행주식수	11,569 천주
52 주 최고가/최저가	23,800 / 11,940 원
90 일 일평균거래대금	9.12 억원
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(25.12E)	1.3%
BPS(25.12E)	43,151 원
KOSPI대비 상대수익률	1개월 15.4%
	6개월 22.5%
	12개월 10.0%
주주구성	양주환 (외 6인) 52.8%
	Norges Bank (외 1인) 5.1%
	자사주 (외 1인) 3.9%

Stock Price



표1 2Q25 Review

(억원)	2Q25	2Q24	YoY	1Q25	QoQ	기존추정치	오차
매출액	1,900	1,728	10.0%	1,808	5.1%	1,801	5.5%
영업이익	201	110	83.6%	116	74.2%	96	109.9%
순이익	239	19	1163.3%	59	303.9%	48	401.5%
OPM	10.6%	6.3%		6.4%		5.3%	
NPM	12.6%	1.1%		3.3%		2.7%	

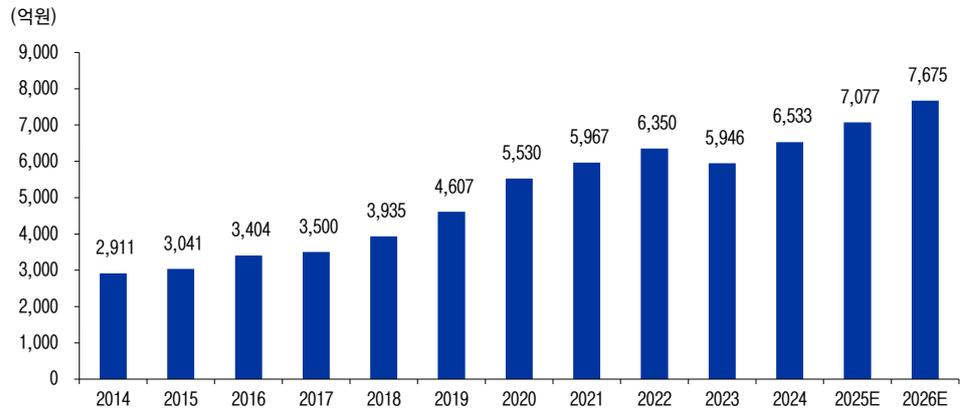
자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표2 추정실적 변경

(억원)	변경전		변경후		증감	
	2025E	2026E	2025E	2026E	2025E	2026E
매출액	6,946	7,258	7,077	7,675	1.9%	5.7%
영업이익	372	396	584	673	57.2%	69.7%
순이익	181	202	468	517	158.1%	155.7%

자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

그림1 서흥 매출액 추이



자료: 서흥, LS증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표3 분기실적 전망

(억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E
매출액	1,653	1,728	1,666	1,486	1,808	1,900	1,787	1,581
YoY	6.5%	12.4%	9.4%	11.5%	9.4%	10.0%	7.3%	6.4%
하드캡슐	599	557	516	471	570	578	539	491
의약품	185	160	145	142	164	154	147	143
건강기능식품	535	719	690	611	731	796	776	677
원료	266	274	265	232	287	309	273	240
상품 & 기타	67	18	49	29	56	63	52	30
% YoY								
하드캡슐	20.7%	7.8%	1.0%	8.6%	-4.9%	3.9%	4.4%	4.1%
의약품	-6.5%	-7.2%	-17.9%	12.6%	-11.4%	-3.4%	1.0%	0.6%
건강기능식품	11.9%	38.7%	48.3%	42.1%	36.6%	10.8%	12.4%	10.7%
원료	-10.6%	-6.3%	2.2%	-18.8%	7.8%	12.5%	3.0%	3.7%
상품 & 기타	-17.9%	-52.2%	-55.6%	-48.4%	-16.8%	242.2%	5.3%	4.7%
% of Sales								
하드캡슐	36.3%	32.2%	31.0%	31.7%	31.5%	30.4%	30.2%	31.0%
의약품	11.2%	9.2%	8.7%	9.6%	9.1%	8.1%	8.2%	9.1%
건강기능식품	32.4%	41.6%	41.4%	41.1%	40.4%	41.9%	43.4%	42.8%
원료	16.1%	15.9%	15.9%	15.6%	15.9%	16.2%	15.3%	15.2%
상품 & 기타	4.1%	1.1%	2.9%	1.9%	3.1%	3.3%	2.9%	1.9%
영업이익	121	110	74	34	116	201	163	105
% of sales	7.3%	6.3%	4.5%	2.3%	6.4%	10.6%	9.1%	6.6%
% YoY	-8.4%	-32.9%	-21.3%	-16.0%	-4.4%	83.6%	119.2%	211.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식품포함)	50	73	38	28	108	196	159	103
OPM	3.8%	5.1%	2.8%	2.3%	7.4%	12.8%	10.9%	7.8%
원료	23	30	21	9	20	20	17	15
OPM	8.7%	11.0%	8.1%	3.9%	6.8%	6.5%	6.4%	6.3%
기타	48	7	15	-3	-12	-15	-14	-13

자료: 서흥, LS증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

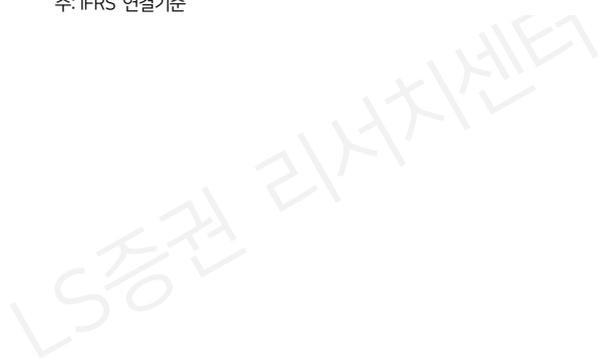


표4 연간실적 전망

(억원)	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	5,530	5,967	6,350	5,946	6,533	7,077	7,675	8,160
YoY	20.0%	7.9%	6.4%	-6.4%	9.9%	8.3%	8.4%	6.3%
하드캡슐	1,639	1,581	1,899	1,958	2,144	2,178	2,280	2,320
의약품	554	600	682	674	633	608	618	627
건강기능식품	2,370	2,695	2,442	1,892	2,556	2,980	3,376	3,735
원료	861	937	1,113	1,135	1,037	1,109	1,176	1,242
상품 & 기타	105	154	214	287	164	201	224	237
% YoY								
하드캡슐	-1.9%	-3.5%	20.1%	3.1%	9.5%	1.6%	4.7%	1.7%
의약품	-1.6%	8.2%	13.7%	-1.2%	-6.1%	-3.8%	1.6%	1.4%
건강기능식품	35.5%	13.7%	-9.4%	-22.5%	35.1%	16.6%	13.3%	10.6%
원료	67.7%	8.8%	18.8%	2.0%	-8.6%	6.9%	6.0%	5.6%
상품 & 기타	-4.6%	46.3%	38.9%	34.1%	-43.0%	22.8%	11.4%	5.7%
% of Sales								
하드캡슐	29.6%	26.5%	29.9%	32.9%	32.8%	30.8%	29.7%	28.4%
의약품	10.0%	10.1%	10.7%	11.3%	9.7%	8.6%	8.1%	7.7%
건강기능식품	42.9%	45.2%	38.5%	31.8%	39.1%	42.1%	44.0%	45.8%
원료	15.6%	15.7%	17.5%	19.1%	15.9%	15.7%	15.3%	15.2%
상품 & 기타	1.9%	2.6%	3.4%	4.8%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%
영업이익	743	696	620	430	338	584	673	740
% of sales	13.4%	11.7%	9.8%	7.2%	5.2%	8.3%	8.8%	9.1%
% YoY	56.8%	-6.3%	-11.0%	-30.6%	-21.3%	72.7%	15.1%	10.0%
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	556	584	525	250	189	567	623	670
OPM	12.2%	12.0%	10.4%	5.5%	3.5%	9.8%	9.9%	10.0%
원료	185	122	144	94	84	72	77	84
OPM	21.5%	13.0%	13.0%	8.3%	8.1%	6.5%	6.6%	6.8%
기타	1	-10	-49	85	66	-54	-27	-14

자료: 서흥, LS증권 리서치센터,

주: IFRS 연결기준

LS증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	431.2	449.6	479.6	519.7	565.2
현금 및 현금성자산	38.7	37.9	46.1	51.1	68.0
매출채권 및 기타채권	112.0	120.2	125.8	136.4	145.0
재고자산	259.8	272.2	288.2	312.5	332.3
기타유동자산	20.6	19.3	19.5	19.7	19.9
비유동자산	562.6	568.1	577.2	585.2	591.2
관계기업투자등	32.5	30.6	33.2	36.0	38.2
유형자산	444.5	456.9	456.7	454.5	452.1
무형자산	6.0	4.4	4.9	5.3	5.7
자산총계	993.7	1,017	1,056	1,104	1,156
유동부채	441.4	384.2	379.9	381.0	381.4
매입채무 및 기타채무	41.5	51.4	50.3	54.5	58.0
단기금융부채	393.7	324.3	321.1	317.9	314.7
기타유동부채	6.2	8.5	8.5	8.6	8.7
비유동부채	75.2	125.8	124.5	123.3	122.1
장기금융부채	74.2	125.1	123.8	122.6	121.4
기타비유동부채	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
부채총계	516.7	509.9	504.4	504.3	503.5
자배주주지분	425.7	454.7	499.2	547.5	599.8
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	396.8	415.1	459.7	507.9	560.2
비자배주주지분(연결)	51.4	53.1	53.1	53.1	53.1
자본총계	477.1	507.8	552.3	600.6	652.9

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	10.5	56.2	58.4	58.3	73.5
당기순이익(손실)	8.9	21.6	46.8	51.7	56.9
비현금수익비용가감	78.8	69.3	34.3	37.3	41.6
유형자산감가상각비	36.1	39.8	41.4	45.1	48.0
무형자산상각비	0.3	0.1	1.8	1.8	1.8
기타현금수익비용	42.3	29.5	-11.5	-12.2	-10.9
영업활동 자산부채변동	-48.2	-7.1	-22.7	-30.7	-25.0
매출채권 감소(증가)	-10.5	-4.5	-5.6	-10.6	-8.6
재고자산 감소(증가)	-23.5	-1.3	-16.0	-24.3	-19.8
매입채무 증가(감소)	0.6	3.1	-1.1	4.2	3.5
기타자산, 부채변동	-14.7	-4.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	-65.9	-18.1	-44.7	-46.7	-48.9
유형자산처분(취득)	-50.4	-38.0	-41.2	-42.9	-45.6
무형자산 감소(증가)	-0.1	1.5	-2.2	-2.2	-2.2
투자자산 감소(증가)	10.8	-0.5	-1.3	-1.6	-1.1
기타투자활동	-26.2	18.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	57.0	-41.1	-5.5	-6.7	-7.8
차입금의 증가(감소)	61.5	-38.3	-3.2	-3.2	-3.2
자본의 증가(감소)	-4.5	-2.8	-2.2	-3.5	-4.6
배당금의 지급	4.5	2.8	-2.2	-3.5	-4.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	1.7	-0.8	8.2	5.0	16.9
기초현금	37.0	38.7	37.9	46.1	51.1
기말현금	38.7	37.9	46.1	51.1	68.0

자료: 서흥, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	594.6	653.3	707.7	767.5	816.0
매출원가	492.9	550.0	584.7	631.3	669.6
매출총이익	101.6	103.2	123.0	136.2	146.4
판매비 및 관리비	58.6	69.4	64.5	68.9	72.4
영업이익	43.0	33.8	58.4	67.3	74.0
(EBITDA)	79.4	73.7	101.6	114.1	123.8
금융손익	-19.4	-15.6	-19.8	-19.5	-19.2
이자비용	19.7	21.0	22.7	22.6	22.5
관계기업등 투자손익	-7.0	1.3	1.3	1.3	1.3
기타영업외손익	-2.5	11.7	16.6	16.4	16.2
세전계속사업이익	14.0	31.2	56.5	65.5	72.3
계속사업법인세비용	5.1	9.7	9.7	13.8	15.4
계속사업이익	8.9	21.6	46.8	51.7	56.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	8.9	21.6	46.8	51.7	56.9
지배주주	6.1	18.3	46.8	51.7	56.9
총포괄이익	8.9	32.3	46.8	51.7	56.9
매출총이익률 (%)	17.1	15.8	17.4	17.7	17.9
영업이익률 (%)	7.2	5.2	8.3	8.8	9.1
EBITDA 마진률 (%)	13.4	11.3	14.4	14.9	15.2
당기순이익률 (%)	1.5	3.3	6.6	6.7	7.0
ROA (%)	0.6	1.8	4.5	4.8	5.0
ROE (%)	1.4	4.2	9.8	9.9	9.9
ROIC (%)	3.3	2.7	5.4	5.7	6.1

주요 투자지표

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
투자지표 (x)					
P/E	54.3	8.0	4.5	4.1	3.7
P/B	0.8	0.3	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA	9.4	7.4	5.9	5.2	4.6
P/CF	3.8	1.6	2.6	2.4	2.2
배당수익률 (%)	0.3	1.6	1.6	2.2	2.7
성장성 (%)					
매출액	-6.4	9.9	8.3	8.4	6.3
영업이익	-30.6	-21.3	72.7	15.1	10.0
세전이익	-73.0	122.6	80.9	16.0	10.4
당기순이익	-78.1	142.6	117.0	10.6	10.0
EPS	-82.0	198.7	155.9	10.6	10.0
안정성 (%)					
부채비율	108.3	100.4	91.3	84.0	77.1
유동비율	97.7	117.0	126.2	136.4	148.2
순차입금/자기자본(x)	87.5	78.8	70.1	62.9	54.6
영업이익/금융비용(x)	2.2	1.6	2.6	3.0	3.3
총차입금 (십억원)	468.0	449.4	444.9	440.5	436.1
순차입금 (십억원)	417.6	400.1	387.2	377.7	356.3
주당지표(원)					
EPS	529	1,580	4,043	4,473	4,919
BPS	36,794	39,301	43,151	47,324	51,843
CFPS	7,576	7,854	7,008	7,697	8,513
DPS	100	200	300	400	500

서흥 목표주가 추이	투자의견 변동내역												
	일시	투자의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
	2025.08.18	변경	정홍식										
	2025.08.18	NR	NR										

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (서흥)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% -15% 이하 기대	89.2% 10.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2024.7.1 ~ 2025.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)